



TITLE:

日本の企業金融制度の効率性

AUTHOR(S):

黄, 圭燦

CITATION:

黄, 圭燦. 日本の企業金融制度の効率性. 経済論叢 1997, 159(5-6): 78-99

ISSUE DATE:

1997-05

URL:

<https://doi.org/10.14989/45150>

RIGHT:

經濟論叢

第 159 卷 第 5・6 号

R.モールの社会概念(1)	長 屋 政 勝	1
日韓接続産業連関分析	中 島 章 子	27
味の素の国際マーケティング(1)	太 田 真 治	48
1950-60年代日本自動車工業における 技術導入過程の史的数値分析(2)	矢 野 剛	65
日本の企業金融制度の効率性	黄 圭 燦	78
鉄鋼業における硫黄酸化物排出削減への 各種環境政策手段の寄与(1)	松 野 裕	100
中国地域間の雇用成長格差の動向と 人口移動パターンの変動	戴 二 彪	121

学 会 記 事

平成9年5・6月

京 都 大 学 經 済 學 會

日本の企業金融制度の効率性

黄 圭 燦

I は じ め に

現代において公開株式会社はもっとも一般的な企業形態であり、その法制度的なガバナンス構造は、有限責任制のもとで株主が会社の所有者として自分たちに代わって日常的な経営を行う取締役を選任し、会社の基本的事項の決定について最終的な承認権を留保する、というのが普遍的である¹⁾。こうした公開株式会社に何らかの形で利害関係を持つ主体（stakeholders）は、株主以外にも従業員、債権者、取引企業などが存在し、一般的にその利害関係は一致しない。そこで、株式会社において各主体の利害不一致から生じる厚生損失の問題を取り上げ、いかに効率性が保たれるかを分析するのが広義のコルポレート・ガバナンス論である。

一方、戦後高成長を続けてきた日本企業は、バブルの崩壊後リストラの議論が盛んに行われるところまで至っている。また、そういった議論は企業にとどまらず、企業を取り巻いている日本経済全体にまで及んでいるが、とりわけ多額の不良債権の処理問題に代表される金融システムの再編成が議論の焦点になっている。これまで日本企業の効率性²⁾を分析する際、しばしば挙げられて

1) 法制度はむろん国によって異なる。例えば、株主権限において、取締役の選任の仕方は日本、米国、英国のようないわゆる単層構造と、ドイツのような二層構造（株主は監査役を選んで、監査役が取締役を任命）が存在する。なお、取締役の報酬は日本、ドイツ、フランスでは株主総会の承認を得なければならないが、米国と英国では取締役のみで決められる。

2) 企業の成長が必ずしも効率性という概念と対応するとは限らないし、どういう側面からの効率性なのかも明確にする必要がある。実際、効率性より成長志向から日本企業の特徴を求める研究も存在する。しかし、ここでは厳密に両者を区別しない限り同様な概念として使う。

きた定式化された事実 (stylized facts) は、経営者を含む従業員³⁾ の実質的な経営の裁量権が強いことから労働者管理型企業的な傾向⁴⁾、あるいは企業金融における特徴としての株式相互持ち合いとメインバンク制などである。

従って、高成長の背景であった上記の事実は、日本企業の成長がもっぱら企業を取り巻く経済環境に負うものでなかった限り、もはや日本企業の低迷の一原因になっていると言わざるを得なくなる。また、さらに踏み込んで、システムそのものが低迷の原因になっているかどうかにも明らかにする必要がある。

低迷の原因を一言で表すことは困難であるが、例えば渡辺・山本 [1992] は、資本構成の変化の中で株主資本収益率 (ROE) が戦後最低の水準にまで低下した原因には、企業経営の基本的枠組、すなわちコーポレート・ガバナンスの構造が80年代以降の企業環境と適合しなくなったガバナンス不況の一面がある、と分析している⁵⁾。こうした論点を含めて、日本の経営をめぐる議論はある程度 of 研究成果を蓄積している。とはいえ、次のような青木 [1992] の指摘は今後の研究方向と関連して注目に値する。

「日本企業の性質に関する経済学的探求を行うに際し、その内部構造や外部との関係の中からいずれか一つの側面に焦点を当てるという取り組み方をしてきた。しかしながら、各側面のさまざまな特性のあいだの相互関連性に対するシステムの扱いという点では、まだ十分ではない」

3) 株式会社において経営者と一般の従業員との利害が必ず一致するとは限らないが、以降両者の利害対立は存在しないと仮定し、従業員という一つの概念にする。

4) 株主権限の国際比較を行った深尾・森田 [1994] は、日本の株主権限は少なくとも制度的には取締役任命権、経営判断に関する既決権のいずれをとっても決して少なくないと指摘している。また、日本の株主の議決権が米国に比べて強いことは、経営のプロセスを質的に変えると結論づけている。

5) 91年度の大手製造業の株主資本率 (ROE) は5.6%、非製造業は5.1%で戦後最低水準である。ROEの低下は、株主資本比率の上昇による効果は小さいし、金利水準と負債の利率は低下して逆に ROE を上昇させる効果を持っていたことから、ROI 低下が主因であると分析している。

ROIの低下は事業資産の収益率の大幅低下が原因で、80年代後半の高水準の設備投資は単なる景気の見通しの誤りではなく、投資基準が構造的に甘くなってきたガバナンス不況であるという。91年の製造業の ROI は8%程度で戦後最低の水準である。ROI = (経常 + 支払利息割引料) / (借入金 + 社債 + 株主資本)

すでに相互関連性を考慮した研究もいくつか発表されているが⁶⁾、主に雇用構造と財務構造の両者を日本企業の効率性と結び付ける形になっている。すなわち、チーム生産における協同効果 (helping effect)、あるいは企業特殊的熟練 (firm-specific skill) といったある種の動学的な人的資本とそれに対応する従業員への配慮、モニタリングと清算権の保有 (債務不履行の場合) によるメインバンクの規律づけ、という二つの概念の相互関連性をもって日本企業の効率性を説明しようとするものである。

こうした観点を比較制度分析側面からとらえ、現代日本の経済システムの主要な構成要素の多くが、1930年代から敗戦に至るまでの戦時期に意図的につくられたものであり (戦時期以前は基本的にアングロ・サクソン型の古典的市場経済システムであって)、制度的補完性 (institutional complementarity) とそれがもたらす複数均衡ないし path dependence に注目すると、歴史的偶然による諸制度の変化はそれまでとは別の安定した均衡に移動して以前の状態に戻らないという岡崎・奥野編 [1993] は一つの新しい試みである。

さて、日本の企業金融に限らず、一般的な議論として金融仲介機関の存在する企業金融を論じる場合、少なくとも資金を提供する投資家・金融仲介機関・企業という三つの主体を同時に取り入れた枠組みの分析がより整合的な説明を可能にする。三人以上の複数の主体の利害関係が絡む時、二つ以上の主体が協力してそれ以外の主体の利益を取ろうとする行為の可能性、すなわち最近の応用ミクロ分野における新しい分析概念である共謀 (collusion) の可能性が存在することになる。従って、一般投資家・金融機関・企業という三つの主体が関わる分析の枠組みで共謀の可能性を考慮するためには、既存の補完性に着目した研究の枠組みでは不十分である。

しかしながら、これまでの議論からは理論の発展上の制約のせい、いずれ

6) 相互関連性、言い換えれば、制度的な補完性は、経済システムを構成する制度の中に相互にその機能を補完し合う性質を持つものがあり、互いに他を支えあっているという性質である。戦略的補完性との概念的な関連については、小佐野 [1996] と宮崎 [1995] を参照されたい。

かの二つの主体のみを対象にした研究しか見あたらない。本稿では後述するように共謀の可能性が、バブルの崩壊と前後した日本企業の業績の変化を一貫した論理で分析する際、有効な概念になることを主張する。以上のことを念頭に置きながら、公開株式会社の法制度的理論的なコーポレート・ガバナンスという一般性の観点から、日本の企業の効率性という特殊性をいかに整合的な形で分析できるかを、改めて考えることが本稿の目的である。ただし、こうした日本企業のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論の際注意すべきことは、矢野[1993]も指摘するように制度論、実態論、規範論を混同しないことである。

II 日本の企業

コーポレート・ガバナンス論は株主と経営者の利害不一致を取り扱う狭義のものから、企業経営の結果として実現される企業価値と利害関係者の間における利益の配分が、企業の経営権に関わる金融契約、すなわち、金融諸証券の性質によって異なるという広義のものに展開されている。さらに、日本の自動車産業の実証結果に基づき、浅沼[1994]のように一つの企業にとどまらず、企業間関係に拡張した研究も存在する⁷⁾。

ここでは、分配面における従業員への配慮が、市場における企業の競争に影響を与えて、成長志向的な結果をもたらすことに日本の企業の特徴を求めたBlinder[1993]を検討することにする。Aoki[1988]も日本企業の成長志向をプロモーション(promotion)に関連させて説明しているが⁸⁾、Blinder[1993]

7) Williamson の関係の契約をさらに発展させた概念として、単純関係の契約と複合関係の契約という二つの概念で日本の自動車産業におけるメーカーとサプライヤーの間の取引ガバナンスと雇用関係を分析している。前者が所与の品目の所与のモデルを一定期間にわたり継続的に納入する関係を管理している契約的枠組みで、後者が時間的に前後関係にある複数の単純契約的契約を全体として管理している契約的枠組みである。

企業間取引において複合関係契約の要になるのが、汎用性を持つある範囲の専門技術から構成される基盤型と、特定の中核企業との相互作用の過程で学習に基づき形成される表層との二つの層からなる「関係特異的技術」というサプライヤーの人的資産を含む概念である。雇用関係では「内部開発技能」(雇用関係が持続される中で実行による学習や企業内訓練に基づいて付加される技能)がそれに当たる。

8) profit-maximization rate 以上の速い成長は早い昇進を可能にするという。

は、ごく簡単なモデルを用いて、企業が上述の後者を目的関数に取り入れると、そうではない場合と比べて、生産量の増加と市場占有率の上昇が実現されることを導いている。以下では、その基本的なロジックを述べる。

右下りの需要曲線と、生産要素は時間単位ではかった労働 L のみが存在すると仮定すれば、以下が成立する。

$$Q=F(L) \quad Q: \text{生産量}$$

$$R(L)=PF(L) \quad R(L): \text{企業収入}, P: \text{市場価格}$$

従って、利潤最大化の企業の目的関数は、 $R(L)-wL$ となり、最適化条件は次のようになる。

$$R'(L)=w \quad w: \text{時間当りの賃金}$$

ここで、先述したように日本企業は、目的関数に従業員の効用も取り入れるから、目的関数は(1)式になり⁹⁾、最適化の一階条件から(2)、(3)が成立する。

$$R(L)-wL+\lambda U(wL) \quad (1)$$

$$R'(L)=0 \quad (2)$$

$$\lambda U'(wL)=0 \quad (3)$$

(2)式から、日本企業は利潤最大化ではなく、収入最大化を戦略にすることがわかる。これは、従業員の効用が w ではなく wL 全体に依存することと、 wL 増加による限界費用 $(-1+\lambda U'(wL))$ が(3)式から0になることに基づく。つまり、企業は(3)式から定まる wL のもとで、(2)式が成立するまで w と L を調整して収入最大化をはかることになる。

ここで、次のようなクールノー複占 (Cournot duopoly) を想定する。

$$P=p^0 - \frac{\delta(q^1+q^2)}{2} \quad q^1, q^2: \text{企業1, 2の生産量}$$

固定費用なしで一定の限界費用 c を仮定して、企業1, 2が利潤最大化を戦略にすると、(4)式が Symmetric Nash 均衡として得られる。

9) wL を従業員の所得と解釈すると、一般に business cycle によって変化する需要曲線と生産関数に依存することに対し、ここでは U と、 λ にしか依存しなくなる。なお、 λ は従業員の効用に対する企業の関心度である。

$$q^1 = q^2 = \frac{2(p^0 - c)}{3\delta}, \quad P = \frac{(p^0 + 2c)}{3} \quad (4)$$

ところが、企業2のみが利潤最大化の代わりに、収入最大化を戦略にすると（企業2が Pq^2 を最大化する）、(5)式が Asymmetric Nash 均衡になる。

$$q^1 = \frac{2(p^0 - 2c)}{3\delta}, \quad q^2 = \frac{2(p^0 + c)}{3\delta}, \quad P = \frac{p^0 + c}{3} \quad (5)$$

(5)式を(4)式と比べると、市場価格の下落、総生産量の増加、企業1の生産量減少、企業2の生産量増加などがわかる。なお、収入最大化の企業にも zero-profit constraint がある限り、両企業の break-even condition は等しくなり $p^0 \geq 2c$ 、共存することになる。しかし、固定費用の存在から平均費用が生産量に比例して減少する場合と、生産量に比例して学習効果 (learning effect) が費用を減らすような場合は、利潤最大化の企業は市場から追い出されてしまう可能性がある¹⁰⁾。

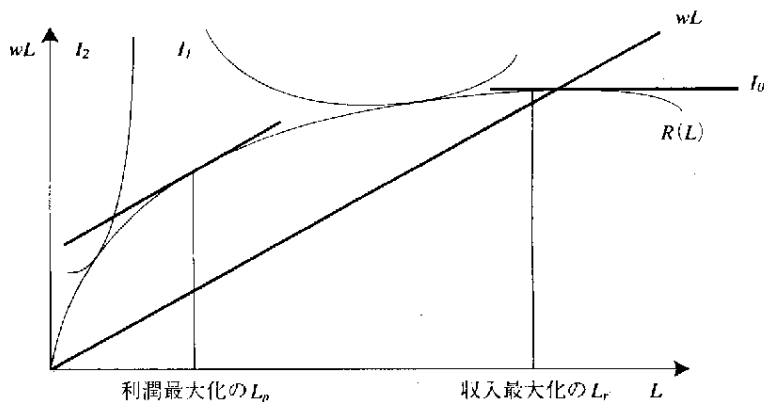
以上の分析は、基本的に従業員の効用関数の特定化に依存しており、 $U(wL, L)$, $U_L < 0$ のような労働の不効用を考慮すると、前述の結論は異なることが Blinder [1993] 自信によって指摘されている。その点を図1の三つの無差別曲線で考察する。

労働の不効用がない I_0 と、0ではないがその大きさが異なる I_1 と I_2 (労働の不効用は I_2 の方が大きい) において、 I_0 のケースが収入最大化の L_r である。労働の不効用が存在する場合は、無差別曲線の傾き (労働の不効用の程度) によって収入最大化の L_r よりは減るが、利潤最大化の L_p を上回るか下回るかは一意的に決まらなくなる。しかし、労働の不効用をある程度考慮しても (労働の不効用が極端に大きくない限り)、定性的な分析の結果は変わらない可能性がある。

一方、 I_0 のようなケースでは、クールノー複占における企業2は $p^0 > 3c^2$ の条件で、収入最大化が結果的に利潤最大化以上の利潤を実現することになる。

10) Bertrand Duopolyにおいても同じ結論が得られている。

第1図



それゆえ、企業2の収入最大化が、最終的に利潤の増加をもたらすための戦略であったと解釈することもできるが、そうした解釈を日本企業に適用しようとする場合、以下の注意が必要になる。

まず、容易に確かめられるように両企業がともに収入最大化の戦略をとると、かえって両企業の利潤は減少してしまうことから、それにもかかわらず日本企業はなぜ収入最大化せざるを得ないかを明確にする必要がある。また、企業1を米国企業と仮定すると、米国企業はなぜ収入最大化戦略が取れないか、という問題が残る。ただし、従業員の効用が企業の目的関数に含まれることは、Blinder [1993] のように企業戦略、market conduct における「事後的な意味」を持つばかりではなく、次節で見るように不完備契約 (incomplete contract) に係わる誘因 (incentive) における「事前的な意味」をも持つ。

III 株式相互持ち合いとメインバンク制の解釈

石川 [1990] は、富を最終的に消費に向けられることを意図する資産と、それ自体が保有者の効用を生み出すことから、通常は決して消費されない資産との二つに分け、前者を「生活保障の富」、後者を「自己目的化された富」と分

類した。従って、日本の富の集中を論じる際、家計部門の土地・住宅保有という生活保障の富の格差が論点になるが、むしろ重要なことは自己目的化された富として家計部門に帰属しない民間企業部門の巨額の富である、と主張した。特に、日本企業のコーポレート・ガバナンスに係わる指摘として興味深いことは、企業部門における経営者の裁量下の富と、家計部門の少数の経営者による株式の集中所有、である¹¹⁾。なぜなら、これらを日本企業の定式化された事実と関連していかに解釈するかによって、日本企業のコーポレート・ガバナンスと日本企業の効率性について相反する二つの結論が導かれる可能性があるからである。

例えば、上記の二つの前者をいわゆる従業員余剰、後者を株式所有の規制に対する回避策としての株式持ち合いと理解すれば、後述するように一定の条件のもとで日本企業の効率性につながる。これに対して、前者をフリーキャッシュ・フロー、後者を経営者の経営権の維持から生じた単なる私的な便益と見れば、むしろ日本企業の非効率化という議論の前提条件に近いことになる。詳しい議論は後節に譲り、以下では、メインバンク制と株式の相互持ち合いに関する既存研究の結果を確認する。

メインバンク制をめぐる理論的な研究は金融仲介理論などの新展開に伴い、ある程度研究成果が蓄積されてきた（例えば、すでに堀内・随〔1992〕の展望論文が見られる）。加藤〔1996〕で言及されているように、情報の不完全性の下での金融仲介機能に係わる視点から銀行を一種の情報生産者¹²⁾とみなす場

11) 石川〔1990〕は、少数の経営者による株式の所有を目に見えない持株会社と名付けている。例えば、1985年の日本の国民純資産とその部門別構成を見ると、民間企業の純資産（株式価値では相殺されない純資産）は381兆円になっている。経営者が自己企業の株式を保有する比率はわずかであるものの、経営者全体を見ると、全世帯のわずかに1.3%の法人経営者の高所得層が世帯保有株式のうち15.5%を保有している（1984年11月末現在）。

12) メインバンクの解釈に関しては、ここで取り挙げた委託されたモニタ（delegated monitor）として情報の生産面から把握する以外に、企業とのリスク・シェアリング機能からとらえる見方がある。近年の金融仲介理論が主に情報の非対称性に関わるものとして展開されて来たために、委託されたモニタの役割を強調する研究が多くなっているものの、メインバンクの保険提供機能を重視する研究もある。

例えば、伊藤〔1995〕は情報生産機能に注目する解釈の図式は事実問題として疑わしいか、／

第1表

メインバンク関係の安定性	融資第一位の民間金融機関の不変に関して、1955年から1965年までは42.5%，1975年から1985年までは71.2%
暗黙の協調融資と 融資の誘導効果	事例・インタビューから肯定的な結論が得られている
Contingent governance	回帰分析の結果と事例から肯定的な結論が得られている
資金配分実績と 銀行の融資政策	メインバンクは成長率の高い企業との取引を重視

合、最近の議論の流れを二つに分けて把握できる。一つは、メインバンクが自ら資金の貸出にコミットする理由と水準を解明するものと、他の銀行との間に生じる情報の外部性、信頼性の問題、及びその対処メカニズムを分析する研究である。もう一つは、メインバンクと企業との相対的關係を動学的な観点から、いわゆる顧客関係におけるレントの発生と変化を用いて融資関係の変容及び解消を説明しようとするものである。前者の研究に分類できるのが、例えば Sheard [1994] であり、メインバンク以外の金融機関とメインバンク及び融資先企業との関係について、暗黙の協調融資幹事としてのメインバンクの役割が相互的になっており、この関係が委託された監視者としてのメインバンクの役割の履行を可能にする仕組みになっているというものである。本稿で考える共謀の可能性は、ある種のレントの発生と変化をめぐるものであり、後者の議論に分類することができる。

さて、メインバンク制の実体に関わる実証研究として、岡崎 [1995] のいくつかの結果をまとめたのが表1である。1955年から1992年まで一貫して全国いずれかの証券取引所に上場されていた製造業企業で、なおかつその間に他の上場企業との合併を経験しておらず、また金融機関別借入金その他の必要なデー

、少なくとも立証されていないと主張する。むしろ、ビジネス・リスクをメインバンクが引き受け、さらにそれを政府がほぼ完全に保護する体制で（何よりも安定性を追求する行政と結びつくことを通じて間接に）、結果的に成長を促す行動をサポートしたという。

タが利用可能な234社といくつかの事例が対象になっている。

一方、株式持ち合いに関しては、倉澤〔1993a〕も指摘しているように、二つの相反する仮説が提示されている¹³⁾。株式持ち合いは経営者を TOB の可能性から排除させる方向に働いてしまい、株主の利益に反する経営者の私的な便益 (private benefit) の追求を可能にする、という仮説がその一つである。この仮説に従うと、株式持ち合いは経営者の私的な便益が効率性につながらない限り、日本企業に非効率性をもたらす原因になる。

他方、経営者（従業員を含む）に実質的な残余請求権が与えられた場合、TOB の可能性は形式上の残余請求権者が株主である限り、経営者が残余請求者として効率的な経営を行う誘因 (incentive) をなくしてしまう。従って、経営者の誘因を確保するためには、その残余請求権が保障されなければならない。その保障策が、はかならぬ株式持ち合いである。これがもう一つの株式持ち合いに関する仮説である。

ただ、後者の仮説は TOB 対株式持ち合いという単純な対立から成り立つものではなく、従業員を含む経営者の実質的な残余請求権を認める、という仮定及び株主より優位な経営能力を持つ（ある種の人的資本の性格）という仮定に依存することに注意されたい。従業員の残余請求権を認める根拠は、生産要素としての労働が資本に比べて分散投資の不可能性、市場における流動性の低さ、動学的な意味で一種の資本の性格を持つことなどに求められる。さらに、企業価値を株式価値と負債との金融資産の合計のみではなく、こうした従業員の残余請求権を従業員余剰 (employees' surplus)¹⁴⁾ という概念で加えたものとして把握する研究もある。

13) 株式の持ち合いの経済的意味は、財務効果（株価への影響）と実物効果（リスクシェアリング、経営権の維持）との二つにわけることができる。ここでは実物効果のみを取り上げ、財務効果の中立性に関する議論は省略する。それに関しては、例えば小林〔1990〕と倉澤〔1993b〕を参考されたい。

14) Myers〔1990〕は最適な企業の資本構成を論じる際、既存研究の static trade-off theory と pecking order theory に加えて、organizational theory of capital structure として従業員余剰を企業価値に含めた議論を展開している。

IV 日本企業の金融システムと雇用システムの関連性

情報生産者としてのメインバンク制の効率性を論じる際、Sheard [1994] にも見られるように銀行貸出の分散化（リスクの分散化）とモニタリング・コストの最小化を同時に実現可能にする仕組みとしてメインバンク制が強調される。こうした議論においてモニタリングは、企業のパフォーマンスを向上させる活動（activity that improves the performance of the firm）として理解されることが多い¹⁵⁾。すなわち、モニタリングは企業のモラル・ハザードを防ぐ、という経営者への規律付けであり、正の企業価値の上昇をもたらすことを前提とすれば、モニタリング・コスト最小化＝効率的なモニタリングになる。以下では、モニタリングが企業内部においていかなるメカニズムを通じて企業パフォーマンスの向上につながるかに関する研究を取り上げ、日本企業と日本企業金融の諸特徴が、いかに効率性と結び付けられるかを考察する。

まず池尾 [1994] は、雇用面における企業特殊的熟練（firm-specific skill）と企業価値における従業員余剰を、日本企業の特徴として取り上げ、それらとメインバンク制・株式持ち合いが、日本企業の効率性といかにしてつながるかを論じている。ここでは、基本的な考え方を確認しておく。

簡単化のために、1 期間だけ存続する企業を考え、この企業の生産の成果は労働者が企業特殊的な熟練をどれだけ蓄積しているかに依存していると仮定すると、生産関数は次のようになる。

$$Q = F(\theta) \quad Q: \text{生産量}, \theta: \text{企業特殊的熟練の蓄積レベル}$$

上のような生産関数を考える場合、 θ には $C(\theta)$ の費用がかかるとすれば、効率的な生産水準においては、次の関係が満たされなければならない。

$$F'(\theta^*) = C'(\theta^*)$$

15) Hewllig [1991] は、金融仲介機関を委託されたモニタ（delegated monitor）として解釈する際、Diamond [1984] 等の金融仲介機関のモニタリングは optimal incentive contract の範囲において、適切な sorting device as an instrument for improving performance にならないことを指摘している。

しかし、 θ^* に対する労働者の誘因 (incentive) が無い限り、その選択を強制できない。 $\theta < \theta^*$ なる θ については、非熟練労働者の賃金 W^0 を支払い、 $\theta \geq \theta^*$ なる θ については $W^0 + C(\theta^*) + \text{bonus}$ を支払うような契約 (incentive contract) が可能であれば、 Q^* は達成できるはずである。これは、 θ^* が立証可能 (verifiable) という仮定からの結果で、いうまでもなく θ^* が立証不可能な場合、一般に最適生産量は Q^* は達成できない。こうした場合、 Q^* を実現できるもう一つの方法が、他ならぬ従業員 (経営者を含む) の残余請求権である。すなわち、資本の提供者 (株主) に常に一定の余剰 (V^0) を分配することを条件に、 θ の選択権を持つ従業員が残余請求権者になることである。

このとき、労働者の最適化問題は次のようになる。

$$\max [W - C(\theta)]$$

$$\text{s.t. } V \geq V^0 \quad (W \text{ は総賃金, } V \text{ は企業価値})$$

ここで、 $V = Q - W$ であることを考慮すれば、労働者の最適化問題は、

$$\max Q - V^0 - C(\theta)$$

となり、その一階条件は、 $F'(\theta^*) = C'(\theta^*)$ であり、効率的な生産水準が達成される。

池尾 [1994] も指摘するように (倉澤 [1993a] においても確かめられている)、残余請求権者による利潤最大化が効率的企業経営の条件になることから、企業特殊熟練が立証不可能である限り、残余請求権者としての従業員の最大化によってしか効率的な経営は達成できないことがわかる。

なお、 $Q - V^0 - C(\theta^*) = A$ とおくと、 $V = V^0 + \{A + C(\theta^*) - W\}$ となる。 $A + C(\theta^*) - W$ は、従業員の利潤最大化によって実現された追加的な余剰 A と、 θ^* にかかった費用に対する支払い $C(\theta^*)$ との合計から総賃金を引いたもので、これを従業員余剰 E とすると、 $V = V^0 + E$ となる。 E の存在が、従業員の θ^* を選択する大きな誘因として働き、 Q^* という first-best が達成されたわけである。株主と従業員における通常の代理人 (Agency-Principal) 関係からみると、結果的にすべてのエイジェンシー・コストがなくなったように見える。し

かし、池尾〔1994〕も指摘するように、従業員余剰 E の TOB からの保全、従業員の機会主義的行動に対する規律づけ (discipline) という二つの問題が解決されなければ、 Q^* は実現できない。この二つの問題に対する解決策として与えられるのが、それぞれ株式持ち合いとメインバンク制にほかならない。

後者の問題は、形式上の A-P 関係が実質的には反対になったことに起因する。つまり、株主に支払われる V^0 が守られるかどうかの問題である。Aoki〔1988〕は歴史的な株価を根拠に、 V^0 の安定性は保障されてきたことをすでに主張しているが¹⁶⁾、池尾〔1994〕は、債権者と株主の両面を持つメインバンク制を用いて、経験的な根拠以外の理論的な説明を与えたところに意義がある。しかし、倉澤〔1993a〕に対しても同じ指摘ができるように、少なくとも二つの疑問が残る。

まず、企業の資金調達が行き通じた間接金融の場合は、預金者と銀行との債務契約によって銀行の倒産がない限り支払いが保障されるものの、株主に支払われる V^0 は現行の法律あるいは契約上確約できない。仮に、従業員の企業特殊熟練への投資に関するモニタリングが完全であっても（社会的な面で効率性が達成されても）、事後的な支払いのコミットメントがいかに保障できるかという問題が残る。すなわち、メインバンクのモニタリングと従業員の支払いへのコミットメントは別の問題である。その際、後述するように、株主・一般預金者に対する従業員・メインバンクの共謀の可能性が分析の中心的課題になる。

もう一つは、株式と負債という資金調達手段が、なぜ区別されるかという問題に関連して、二つの研究とも効率的生産における異なる金融証券として株式と負債の性格については言及していない。つまり、 Q^* において V^0 を株式と負債の合計で考えれば、株式は残余請求権を持っておらず、明示的な契約によるものではないものの、リターンに対するリスクもない。それゆえ、キャッ

16) 1963年から1986年までの個人株式保有の年間市場収益率（税引き後）を計算すると、名目17.9%、実質11.7%の高い平均収益率が得られている。

シュ・フロー、経営権の両面において負債と等しくなる。倉澤 [1993b] では、「実態としての株式は債券、せいぜい優先株でしかなかったのである（これが、日本で優先株が見られない原因の一つであろう）」という株式の債券化が指摘され、それがエイジェンシーコストを削減する役割を果たしたと解釈している。ところが、規制の影響を別にすると、そもそも株式と負債を区別して調達する必要もなくなるはずである。いわゆるバブルも、含めて日本企業金融における株式の意味を改めて考える必要がある。

一方、Garvey and Swan [1992] は、生産量が従業員の努力 (effort) と協同 (helping) に依存し、しかも二つの限界生産性が同じ場合（一種のチーム生産として理解できる）、どのようなメカニズムで協同がありうるかを分析している。以下、簡単に内容を確認する。

協同の効果は、文字どおり自分のパフォーマンスには関係なく、他の従業員のパフォーマンスにのみ正の効果を持つものである。従業員の評価が自分の努力と他人の協同の合計で行われ、トーナメント方式でランクごとに異なる賃金が支払われる場合、株主の残余請求者モデルからは、協同に制約がない限り、負の協同が従業員に選ばれることになる。

また、利益の配分上、株主と従業員にある一定の事前的な正のウェイトをかけても（その合計は1）、株主の残余請求者モデルである限り協同はあり得ない。なぜならば、ウェイトを両者の交渉力 (bargaining power) として考えても、事前的な一定の設定では、結局トーナメントにおける賃金の spread を縮小させ、株主から従業員に渡される総額は、先の場合と同じになってしまうからである。事後的ボーナスを考えても、株主の残余請求者モデルでは、常にゼロのボーナスしかあり得ない。

ここで、Garvey and Swan [1992] は、project financing model、すなわち entrepreneur が資金を外部の株主と債権者から調達し、経営者の役割を果たす場合を考えて、協同があり得る条件を求めた。その条件は経営者が配分上、株主に α 、債権者に β 、従業員に $1-\alpha-\beta$ のウェイトをかけたとき、 $\beta > \alpha, \beta$

$+ \alpha < 1$ が成立することである（経営者が株主より債権者を優先する）。つまり、上の条件が満たされるとき、生産量に比例する追加的な事後的ボーナスが設けられ、それが協同に対する誘因として働いた結果、協同が可能になる。なぜなら、追加的な事後的ボーナスの負担は債券の債務不履行がない限り、株主の負担が債権者より大きくなるからであり、また、追加的な協同による生産量の上昇は債権者にとってそのコストより便益が大きくなるからである。もちろん、債権者は債務不履行が起こらないようにモニタリングする誘因を持つことになる。

Garvey and Swan [1992] は、以上の点を日本企業における債権者優先の経営、チーム生産（協同関係の存在）と、メインバンクのモニタリングという補完性を、その特徴として解釈する。Garvey and Swan [1992] は、基本的に追加的な従業員の協同に対する補償を株主から求めた点において、池尾 [1994] と同じである。現実にはメインバンクが大株主であることを考慮すると、結果的に一般株主から従業員・債権者への所得移転の現象が起こっている。ただし、Garvey and Swan [1992] は、経営権を entrepreneur という第三の利害裁定者に預け、従業員・株主・債権者における一種の bargaining を分析したものであり、日本企業金融の重要な特徴である株式持ち合い、債権者がメインバンクになる理由は、分析の対象外となっている。

企業特殊熟練、あるいは協同というある種の人的資本による日本企業の効率性の説明は、大瀧 [1994] が指摘するように、市場性の低い労働への投資は、破産費用を増加させ、従業員の機会主義的な行動を制限する効果 (bonding effect) があり、モニタリング・コストを削減して資本コストを低下させる機能を持つ、という分析にも通じる。しかし、そうした議論は、安定的な有効需要と人員調整の必要性が低いという実物部門の条件の下で成り立つ、という大瀧 [1994] の指摘も注意しなければならない。

Aoki [1995] は、日本企業における制度的特徴を四つのシステムに分けて把握し、そのシステムの効果を Aghion and Bolton [1992] のような経営権の移

転¹⁷⁾の視点からを分析している。

まず、チーム生産においてメインバンクによる清算権の行使は、従業員に大きな効用上の損失をもたらす（精算されない限り一種のレントを確保する）と同時に、メインバンクも相当な破産費用を被ることを仮定する（メインバンクの清算権の行使という credible threat がチーム生産における従業員のただのり問題を解決する）。また、メインバンクはメインバンクになることから一種の独占的レントが保障され、生産量はメインバンクしか観察できないと仮定する。

いま、チーム生産による生産量の水準によって、三つのケースを考える。

A（生産量 a 以上）：team control region

B（生産量 b 以下）：メインバンクによる清算

C（生産量（ a, b ）の間）：main bank intervention region

Cは一般投資家への債務不履行はないが、メインバンクへの債務不履行はあり得るが、Cは清算より救済による便益が多い範囲なので、メインバンクの清算権行使の水準ではない。こうした設定は、経営権がメインバンクの清算権行使によって従業員からメインバンクへ移るという点で、Aghion and Bolton [1992] 等の分析と変わらないが、Cという main bank intervention region が設けられていることが、日本企業金融の特徴として表されている。

つまり、Aの場合は従業員が残余請求者になる。Cの場合は、従業員が清算による効用の損失を避けたいことと、メインバンクも清算より救済した方がよいことから、再交渉の可能性もあるが、Cの場合、main bank intervention（従業員賃金の削減が仮定される）という臨時的な経営権の移転が事前的に契

17) Aghion and Bolton [1992] は、不完備契約（incomplete contract）の枠組みで、負債（debt）という金融証券を cash flow からではなく、control rights から企業の資本構成と効率的な経営権の移転の問題を分析している。

しかし、Hart [1995] において指摘されているように、次の二つの疑問点が残っている。まず、一般に債務不履行が生じた場合に限って株主から債権者に経営権の移転が行われるが、Aghion and Bolton [1992] においては外生的なシグナルに依存する。もう一つは、金融証券としての負債の性格を論じる際、cash flow の側面を全く無視している（いわゆる standard debt contract になっていない）。

約されている。それゆえ、Aoki [1995] のいう renegotiation proof MB nexus contract が、経営権の移転に伴うメインバンクの two step penalty (貸金削減と清算) によって効率性を持つのである。Berglof [1990] も、銀行中心のシステムが市場中心のシステムより internal conflict resolution 面で優れていると同時に、メインバンクの規律づけ (discipline) の機会が増えることを指摘している。また、複数の債権者を考えた場合 (債権者の清算権行使のレベルが異なるとき)、secured debtor が清算者に、unsecured debtor が reorganization specialist になることが望ましいと述べている。日本の場合、債務不履行が生じた時、メインバンクの債権は劣後債的な性格を持つと言われるが、それはまさに unsecured debtor が reorganization specialist の役割を演じることである。Aoki [1995] によれば、メインバンクは日本企業の生産面における特徴とメインバンクの独占的レントから、清算者と reorganization specialist との両者の役割を同時に果たすことになる。

V 共謀の可能性と日本企業のコーポレート・ガバナンス

最近のミクロ理論において共謀の可能性をめぐる議論は、二層構造の P-A モデルを三層構造の Principal-Monitor-Agent に拡張した場合、主にプリンシパルに委託されたモニタとエージェントとの共謀がもたらす影響を対象にしている。多くの議論は共謀をいかに防止するかに焦点を当てているものの、場合によっては必ずしも共謀を阻止することがプリンシパルにとって望ましくないという結論を導く研究もある¹⁸⁾。

Hwang [1996a] は、Costly State Verification (CSV) 環境における最適な金融契約を論じ、債務契約と株式を最適な契約として導出している。その際、債務契約の最適性は委託されたモニタの存在が必要条件になることを示している。

18) 共謀に関する基本的な文献としては、Tirole [1986]、Khalil and Lawarree [1995] が挙げられる。共謀を防ぐメカニズムに関しては、例えば Tirole [1986]、Felli [1993] と Kofman and Lawarree [1993] を、共謀の許容可能性に関しては Kofman and Lawarree [1996] を参照されたい。

最適な金融契約としての株式は、投資家の初期資産に依存して導出されている。なお、企業価値は単なる金融証券の合計ではなく、残余請求権者としての従業員の請求権を表す従業員余剰をも含むものになることを示している。また、Hwang [1996b] では、委託されたモニタと経営者との共謀の可能性を防ぐためのレントの存在を、日本の企業金融におけるメインバンク制と政府の規制から求めている。言い換えれば、債務契約の最適性と関連して委託されたモニタの存在からの節約されたモニタリング・コストと、政府の規制から生じる規制のレント（金利規制と参入規制からのレント、あるいは支店の許可に伴う罰則）との両者が共謀の可能性を押さえてきたと分析している¹⁹⁾。

植田 [1994] と Ueda [1994] は、利子率規制などによる補助金を定量的に試算している（業務分野規制、参入規制などの影響は考慮されていない²⁰⁾）。その試算によれば、都銀、地銀、長信銀を問わず、利子率規制などによる補助金は1980年がピークであり1990年になると、ほぼなくなっている。従って、委託されたモニタと経営者との共謀の可能性を抑制してきたレントに代わる別個の装置が、1980年代の後半に入ってから必要であったと解釈できる。

一方、池尾・広田 [1996] は、日本企業の経営に対するコントロールは、主として負債の再組織化機能によって行われてきたのではないかと推論している。つまり、制度的な制約によってもたらされた高負債比率が、その機能が動きやすい環境を作り、株式の持ち合いによって資本市場を通じた規律づけが機能しなくとも、負債の再組織化がその代替的なメカニズムとして機能することによって、ある程度の企業経営の効率性を維持できた、と分析している。また、1980年代以降の資本市場の変化と経営の効率性との関係については、基本的に

19) 規制当局の行動を誰がモニタするかという問題に関しては、たとえば Aoki, Patrick and Sheard [1994] は天くだりの存在が官僚にインセンティブを提供する重要な装置として説明されている。

20) 利子率規制などによる補助金は、預金金利規制、日銀貸し出しと利金償との三つの項目で推定されている。預金金利規制からの補助金は預金金利とコールレートとの差額から、日銀貸し出しからの補助金は公定歩合とコールレートとの差額から、利金償流通利回りと応募者利回りとの差額からそれぞれ計算している。

企業の資本構成は経営者によって決定されるという前提から、経営者の恣意的な負債比率の引き下げに伴って負債の再組織化機能を通じた規律づけのメカニズムが弱くなった可能性を論じている²¹⁾。

バブル期における企業の資金調達には株式関連の金融証券を中心とするが、その多くは金融仲介機関によって購入されている。それゆえ、その時期の金融仲介機関の行動を委託されたモニタと経営者との一種の共謀とみなした場合、上述のレントの変化と企業の効率性の変化を、共謀の可能性という側面から分析することが可能である。厳密な分析は Hwang [1996b] を参照されたい。

VI 結びにかえて

企業を取り巻く環境の変化はコーポレート・ガバナンスのあり方にも影響を及ぼすはずである。日本企業の効率性を論じる際、メインバンクの役割はその中心的課題になっているが、より基本的な分析のためには、企業の資本構成を決める各証券の最適性、あるいはそれと関連した企業価値の意味を改めて議論する必要がある。なぜならば、日本企業という特殊性を論じる前にその前提となる一般論としての議論が不可欠だからである。なお、CSV アプローチはモニタリング・コストの節約と金融仲介機関の資産の分散投資の可能性を一つのセットにして、金融仲介機関の存在言い換えれば、double-sided debt の最適性を示している。しかし、既存の金融仲介機関の効率性に関する研究は、最近のミクロの理論から見ると共謀の可能性を考慮していない。日本企業と金融に関する実証研究が盛んに行われ、既存の研究の検証、あるいは新しい結果が数多く得られている。共謀の可能性に関する本稿の分析もより厳密な実証研究(特に、レントの変化に関するもの)が必要である。

21) 日本の製造業のインタレスト・カバリッジ・レシオ(ICR)と負債比率を、石油ショック期の五年間と1988年からの五年間を比較し、後者の期間において、少々の利益の低下では企業は財務危機に陥らないという状況になっていたことを確認している(ICRが高く負債比率が低い)。こうした状況では、何か金融面以外の有効な手段が存在しない限り、企業経営が非効率化することは避けられない恐れがあると指摘している。

本稿では、これまでの日本の企業金融に関する研究の展望、共謀の可能性を考えた場合の金融仲介機関の効率性、さらに日本のメインバンク制の役割を、コーポレート・ガバナンスの視点から考えた。最近行われている規制当局のあり方を含めた制度改革をめぐる議論が、いかなる結果になるかは、今後の日本の金融システムと企業システムに莫大な影響を及ぼすに違いない。その際、前述したように法制度的なコーポレート・ガバナンスと現行のそれが必ずしも一致しない可能性は常にある。しかし、制度の透明性が問われつつある時代において、制度と現行の不一致は追加的なコストを生み出す危険がある。裁量の持つ長所と短所をうまく配合した制度の出現が望まれる。

参考文献

- Aghion, P. and P. Bolton [1992], *An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting*, *Review of Economic Studies*, 59: 473-94.
- Aoki, M. [1988], *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Aoki, M. [1994], *The Contingent Governance of Teams: Analysis of Institutional Complementarity*, *International Economic Review*, 35: 657-76.
- Aoki, M., Patrick, H. and P. Sheard [1994], *The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview*, in Aoki, M. and H. Patrick, ed., *The Japanese Main Bank System*, Chapter 1, pp. 3-50 (Oxford: Oxford University Press).
- Berglof, E. [1992], *Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems*, in Aoki, M., Gustafsson, B. and O. Williamson, ed., *The Firm as a Nexus of Treaties*, Chapter 11, pp. 237-62 (New York: SAGE Publication).
- Blinder, A. [1993], *A Simple Note on the Japanese Firm*, *Journal of Japanese and International Economics*, 7: 238-55.
- Diamond, D. [1984], *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, *Review of Economic Studies*, 51: 393-414.
- Felli, L. [1993], *Collusion in Incentive Contracts: Does Delegation Help?*, mimeo, MIT.
- Garvey, G. T. and P. L. Swan [1992], *The Interaction between Financial and Em-*

- ployment Contracts: A Formal Model of Japanese Corporate Governance, *Journal of Japanese and International Economics*, 6: 247-74.
- Hart, O. [1995], *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford: Oxford University Press.
- Hellwig, M. [1991], *Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance*, eds. Giovannini, A. and C. Mayer, *European Financial Intergration*, Chapter 3, pp. 35-72 (Cambridge: Cambridge University Press).
- Hwang, K. C. [1996a], *The Value of Firm with Stochastic Monitoring: Equity, Debt and Employees' Surplus*, mimeo.
- Hwang, K. C. [1996b], *Financial Intermediation and Regulation*, mimeo.
- Khalil, F. and J. Lawarree [1995], *Collusive Auditors*, *American Economic Review*, 85: 442-46.
- Kofman, F. and J. Lawarree [1996], *On the Optimality of Allowing Collusion*, *Journal of Public Economics*, 61: 383-407.
- Kofman, F. and J. Lawarree [1993], *Collusion in Hierarchical Agency*, *Econometrica*, 61: 629-56.
- Myers, S. C. [1990], *Still Searching for Optimal Capital Structure*, in Kopcke, R. and E. Rosengren, ed., *Are the Distinction between Debt and Equity Disappearing?*, FRB of Boston Conference Series No. 33: 80-105.
- Tirole, J. [1986], *Hierarchies and Bureaucracies: On the Role of Collusion in Organizations*, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2: 181-214.
- Ueda, K. [1994], *Institutional and Regulatory Frameworks for the Main Bank System*, in Aoki, M. and H. Patrick, ed., *The Japanese Main Bank System*, Chapter 3, pp. 89-108 (Oxford: Oxford University Press).
- Sheard, P. [1994], *Reciprocal Delegated Monitoring in the Japanese Main Bank System*, *Journal of Japanese and International Economics*, 8: 1-21.
- 青木昌彦 [1992], 「システムとしての日本企業」, *The Economic Studies Quarterly*, Vol. 43, No. 5.
- 浅沼万里 [1994], 「日本企業のコーポレート・ガバナンス; 雇用関係と企業間取引を中心に」, ワーキング・ペーパー・シリーズ, J-1, 京都大学。
- 池尾和人 [1994], 「財務面からみた日本の企業」貝塚啓明・植田和男 (編) 『変革期の金融システム』, 第4章, 東京大学出版会。
- 池尾和人・広田真一 [1996], 「企業金融と経営の効率性」伊藤秀史 (編) 『日本の企業システム』第2章, 東京大学出版会。
- 池尾和人・広田真一 [1992], 「企業の資本構成とメインバンク」堀内昭義・吉野直行

(編)『現代日本の金融分析』第2章, 東京大学出版会。

石川経夫 [1990], 「家計の富と企業の富——日本における富の集中をめぐる——」

西村清彦・三輪芳朗 (編)『日本の株価・地価』第10章, 東京大学出版会。

伊藤 修 [1995], 『日本型金融の歴史的構造』, 東京大学出版会。

植田和男 [1994], 「日本の金融システムの変遷」貝塚啓明・植田和男 (編)『変革期の金融システム』, 第1章, 東京大学出版会。

大瀧雅之 [1994], 『景気循環の理論』, 東京大学出版会。

小佐野宏 [1996], 「日本の金融労働システム」伊藤秀史 (編)『日本の企業システム』第9章, 東京大学出版会。

岡崎哲二 [1995], 「戦後日本の金融システム: 銀行・企業・政府」, ディスカッション・ペーパー・シリーズ, J-10, 東京大学。

岡崎哲二・奥野正寛 (編) [1993], 『現代日本経済システムの源流』, 日本経済新聞社。

加藤正昭 [1996], 「融資関係の継続性に関する経済分析」, (未定稿) 立命館大学。

倉澤資成 [1993a], 「資本市場の機能: 敵対的企業買収と株式持合」『ファイナンス研究』No. 16。

倉澤資成 [1993b], 「株式持合の財務効果」『日本経済研究』No. 26。

小林孝雄 [1990], 「株式のファンダメンタル・バリュウ」西村清彦・三輪芳朗 (編)『日本の株価・地価』第12章, 東京大学出版会。

宍戸善一 [1993], 「経営者に対するモニター制度」伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重 (編)『日本の企業システム第1巻企業とは何か』第8章, 有斐閣。

深尾・森田 [1994], 「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理および制度の国際比較」『金融研究』第13巻第3号。

堀内昭義・随 清遠 [1992], 「メインバンク関係の経済分析: 展望」『金融経済研究』第3号。

宮崎 元 [1995], 「現代日本経済システムの分析と応用ミクロ経済学」『経済学論集』Vol. 60。

渡辺 茂・山本 功 [1992], 「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『財界観測』1992, 9月号。